



Roger Wessman

Roger Wessman är en fristående ekonom, skribent och föreläsare. Han har arbetat över 20 år med att analysera ekonomins utveckling och finansmarknaderna bl.a. som chefekonom på Nordea.

Sparandeöverskott bakom stigande skuldsättning

Skuldsättningen runt om i världen har fortsatt stiga efter finanskrisen. Krisen har närmast förskjutit ökningen av skulderna från den privata till den offentliga sektorn, samt från västvärlden till utvecklingsländerna. Den grundläggande orsaken till den ökade skuldsättningen är överutbudet av besparingar som söker efter ränteplaceringar. Försök att bromsa skuldsättningen utan att ta itu med detta underliggande sparandeöverskott är dömda att misslyckas och kan endast försvaga världsekonomin utveckling.

Globalt har skuldsättningen fortsatt att stiga under åren efter finanskrisen. I västvärlden har skuldsättningstakten avmattats en smula, men det totala sammanlagda värdet av hushållens, företagens och offentliga sektorns skulder är nu i absoluta tal i USA över 30 procent högre än 2009. Inom euroområdet är uppgången bara snäppet mindre.

Bakom den milda uppbromsningen i skuld tillväxten ligger en skarp uppbromsning av den privata sektorns upplåning. Denna uppbromsning har dock kompenseras av en drastisk uppgång i den offentliga sektorns skuldsättning.

Samtidigt som västvärlden något lyckats bromsa upp sin skuldsättning, har utvecklingen gått i en annan riktning i utvecklingsekonomierna. Speciellt i Kina har skuld tillväxten accelererat och den totala mängden skulder är nu nästan fyra gånger högre än före krisen.

Tittar man på skuldsättningen i förhållande till BNP är utvecklingen bara något mindre alarmerande. Skuldsättningsgraden har stabiliserat

sig när ekonomin börjat återhämta sig, först i USA och senare inom euroområdet, men är högre än före krisen. I Kina fortsätter den att öka i rask takt.

Att den globala finanskrisen inte märkbart bromsat den totala skuld tillväxten, utan främst lett till en förändring i vem som skuldsätter sig, är helt naturligt då man inser att skuldsättningen avspeglar viligheten att spara. Denna har snarast ytterligare förstärkts av den osäkerhet finanskrisen medfört.

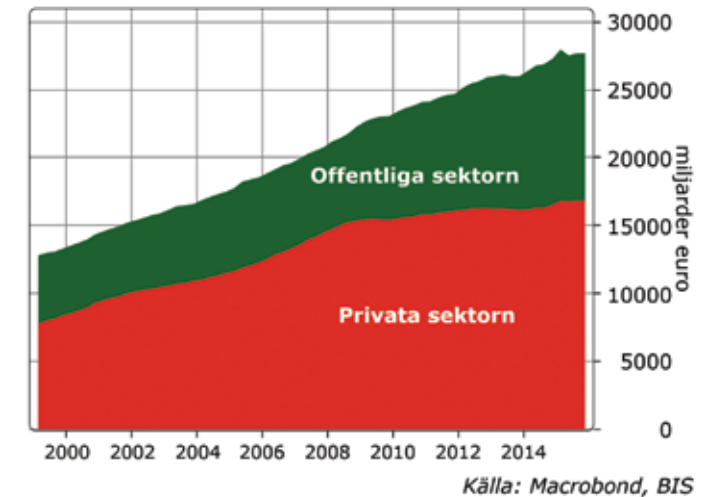
Sparande = skuldsättning

Besparingar placerade i skuldinstrument (depositioner och skuldebrev) och låntagning är motsatta sidor av samma mynt och därmed oundvikligen alltid lika stora. Då de interplanetära kapitalmarknaderna fortfarande är relativt utvecklade kan vi vara säkra på att den globala nettoskuldsättningen är noll. För varje låntagare som täckt sina utgifter med lånade pengar, finns det någonstans på denna planet långivare som finansierat lånet med sina besparingar. Även det motsatta gäller: För att någon skall kunna samla på sig besparingar, behövs villiga låntagare som tar emot besparingarna. ¹⁾

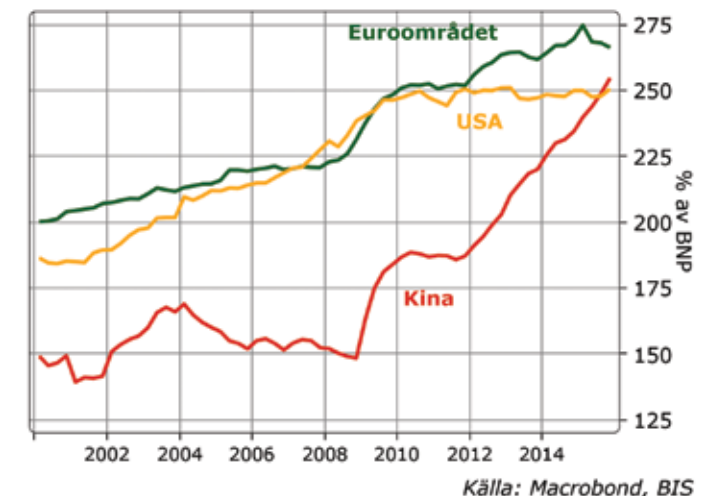
Om den globala skuldsättningen således ökar innebär det oundvikligen globalt sett att mängden besparingar samtidigt ökat exakt lika mycket. Detta är en bokföringsmässig identitet, som i sig

inte säger något om orsakssambandet, om varför sparandet och skuldsättningen ökar.

Det verkar dock klart att den drivande kraften bakom den stigande skuldsättningen framför allt varit ett tilltagande globalt sparandeöverskott. Vi har haft ett överutbud av sparande som sökt efter villiga låntagare. En *saving glut* som förre centralbankschefen Ben Bernanke (2005) kallade det. Det starkaste beviset för det här att räntorna redan före finanskrisen var historiskt låga. Låga räntor, ett lågt pris på lånade pengar, vittnar om ett högt utbud av lånekapital, inte om en kraftig efterfrågan. Om huvudorsaken till den tilltagande skuldsättningen varit en tilltagande efterfrågan



Figur 1 Euroområdet skuldsättning



Figur 2. Sammanlagda privata och offentliga skuldsättningen

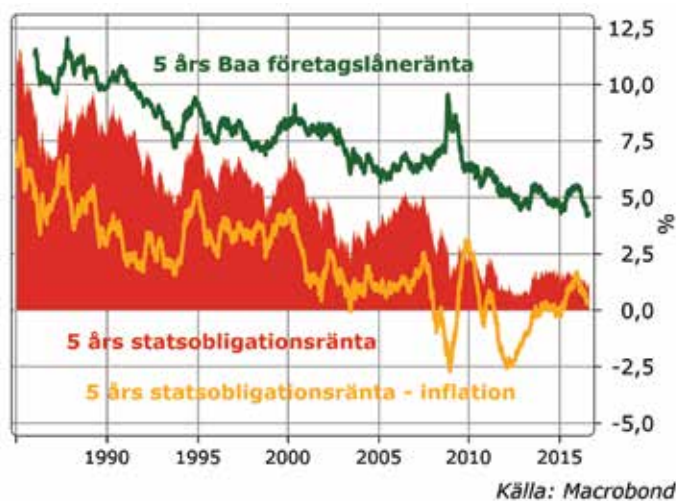
på lån, till exempel på grund av avregleringen av finanssektorn, skulle det ha avspeglat sig i stigande räntor som krävts för att locka fram finansärer. Nu drevs räntorna tvärtom neråt av att ett överskott av besparingar som sökte villiga låntagare. Räntorna var låga inte bara i nominella termer, vilket kunde förklaras av den låga inflationen. Även realräntorna var exceptionellt låga.

Låga räntor inte centralbankernas fel

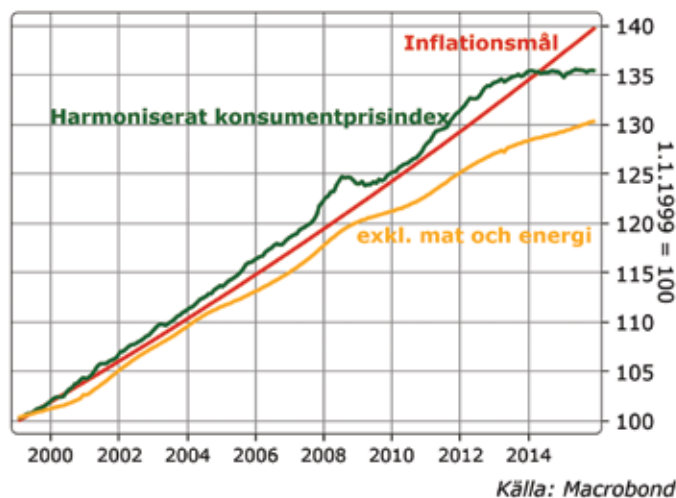
En alternativ förklaring till de låga räntorna är att de avspeglar centralbankernas felaktiga politik ²⁾. Centralbankerna har förvisso en central roll i räntebildningen. En centralbank som vill uppnå sitt inflationsmål kan dock inte sätta räntan på en godtycklig nivå. Om centralbanken försöker sätta räntan för lågt, leder det till att ekonomin överhettas och inflationen överskrider målet. ³⁾

Fram till finanskrisen hölls inflationen inom euroområdet till exempel mycket nära centralbankens mål om vi frånsätter effekten av den skarpa uppgången i oljepriset.

Efter finanskrisen har problemet varit att inflationen underskridit målet. Detta är ett tecken på att centralbankerna tvärtom inte förmått sätta räntorna så lågt som situa-



Figur 3. Räntorna i USA



Figur 4. Euroområdet konsumentprisindex

tionen skulle kräva. Problemet har förstås varit att inte ens nollräntor verkar ha räckt till.

Alternativen kreditexpansion eller recession

Om centralbanken skulle försöka hålla räntorna högre än den ränta vid vilken utbudet och efterfrågan på besparingar är i balans, drivs ekonomin in i en recession. ⁴⁾ För att hålla ekonomin i rullning behövs både köpare och säljare, mängden köpta varor och tjänster är alltid lika stor som mängden sålda. Spararna håller sina utgifter lägre än sina inkomster, vill sälja mera än de köper.

Detta kan vägas upp av att låntagarna spenderar mer än sina inkomster, köper mera än de säljer. Om så inte sker och vi har ett överskott av sparande, innebär det att vi har en brist på köpare. Vi får då en nedåtgående spiral i ekonomin. Detta är förstås ingen banbrytande ny upptäckt, redan Mandeville (1714) lyfte upp denna sparandeparadox för över 300 år sedan.

För att bryta denna nedåtgående spiral måste sparandet och låntagning på något sätt fås i balans. Det kan ske till exempel genom att sparandet blir mindre än vad spararna hade planerat, för att deras intäkter sjunker i och med ekonomins kräftgång, och de har mindre intäkter att spara från. ⁵⁾

Om vi ser vad som hände under finanskrisen, så var det i grunden just fråga om att jämvikten mellan sparande och låntagning rubbades. Orsaken var i och för sig inte i första hand att villigheten att ta lån plötsligt kollapsade, utan att investerarna skärpte kraven på vem de var villiga att låna ut sina besparingar till. Karikerat försökte alla placera sina pengar i riskfria statsobligationer. Effekten var dock densamma; mängden låntagare som bedömdes vara kreditvärda räckte inte till för att kanalisera det sparande som eftersträvades tillbaka till ekonomins kretslopp.

I slutändan balanserades ekonomin i det här fallet upp, och den nedåtgående spiralen i ekonomin bröts, av en ökad offentlig låntagning runt

om i världen. Den ökade offentliga låntagningen var förstås till största delen en konsekvens av att de offentliga finanserna försämrades då ekonomin störtade.

Exempelvis i USA innebar finanskrisen att den privata sektorn från att 2007 tagit nettomässigt lån för 374 miljarder dollar övergick till att 2009 vara en nettolångivare till en summa av 1 464 miljarder dollar. Denna uppgång i den privata sektorns nettolångivning möjliggjordes av att den offentliga sektorns låntagning ökade med 1 300 miljarder dollar samt att USA:s låntagning från övriga världen minskade.

För ett enskilt lands del är det möjligt att minska den totala nettolåntagningen genom att minska låntagningen från utlandet. Globalt är den sammanlagda nettolåntagningen från utlandet förstås noll. Därmed är det klart att en global ökning av den privata sektorns sparande, som den vi såg under finanskrisen, måste innebära en ökning av den offentliga sektorns skuldsättning.

Ökningen i privata sektorns sparande (nettolångivning) och därmed bortfallet av totala efterfrågan i USA motsvarade 13 % av landets BNP. Om denna chock inte balanserats upp av stimulansen från ett kraftigt ökat offentlig underskott är det uppenbart att ekonomins djupdykning varit mångfalt värre än vad den nu blev.

Varför ett globalt sparandeöverskott?

Orsakerna till det kroniska sparandeöverskott som världsekonomin dras med är många. Vissa av dem är till naturen mer tillfälliga, vissa hänger samman med mer strukturella förändringar som försvagat tillväxtutsikterna. De senare kan sammanfattas under rubriken *sekulär stagnation* som förre amerikanska finansministern Larry Summers (2014) lyft fram.

Delvis förklaras sparandeöverskottet av finanskrisen, som minskat benägenheten att ta lån och investera. Det osäkra ekonomiska läget har ökat intresset för att samla besparingar i möjligast riskfria ränteplaceringar. Den skärpta regleringen av finanssektorn har bidragit genom att minska bankernas kapacitet att kanalisera deponenternas besparingar till långivning.

Problemet fanns dock som vi sett redan före finanskrisen. Redan då krävdes historiskt lå-

⁴⁾ Groshenny, N (2010) gör en simulering som visar att om amerikanska centralbanken försökt bromsa kreditgivningens under åren före finanskrisen ens med måttligt högre räntor, skulle detta ha lyft upp arbetslösheten nära de nivåer vi såg under finanskrisen.

⁵⁾ Den enkla varianten av detta finns i snart sagt varje introduktionskurs i nationalekonomi. Totala utgifterna (Y) utgörs av utgifter för konsumtion (C) och investeringar (I). Eftersom en aktörs utgifter är någon annans intäkter är även de totala intäkterna Y. Dessa kan användas till konsumtion eller sparas (S). Anta att sparandet är en funktion av inkomster $S=s*Y$, där s är sparandegraden, $Y=C+sY$ och investeringarna är givna.

Vi får då $Y=C+I=C+s*Y$ $\Leftrightarrow Y=I/s$. Således om investeringarna sjunker, eller sparbenägenheten ökar balanseras sparandet och investeringarna av att den ekonomiska aktiviteten sjunker, vilket minskar den totala mängden sparande.

ga räntor för att balansera ekonomin.

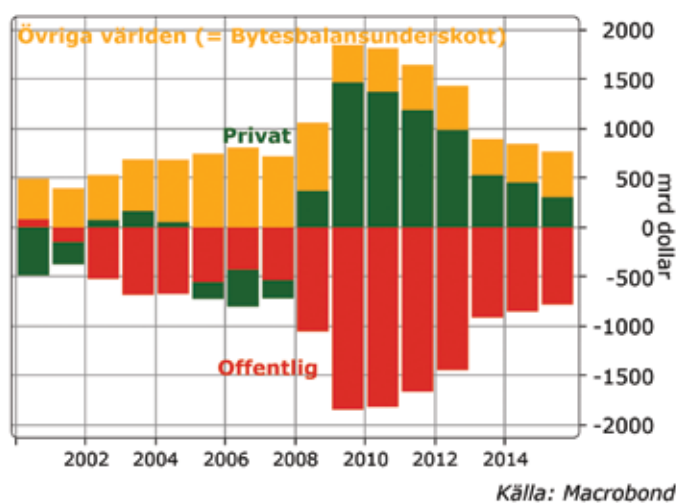
Ben Bernanke lyfte redan 2005 fram en central faktor: en åldrande befolkning. Delvis är det höga sparandet ett sätt att förbereda sig för ett ökande antal pensionärer i framtiden. Dels innebär en avtagande tillväxt av befolkningen i arbetsför ålder att den potentiella tillväxten i ekonomin också sjunker. Detta i sin tur minskar på behovet av investeringar såväl i produktionsmaskineri som i bostäder.

Investeringsbehovet har också minskat på grund av att tillväxtens tyngdpunkt förskjutits från den tunga industrin till tjänste- och informationssektorn. Larrys Summers fäster t.ex. uppmärksamhet vid it-bolag som Apple och Google vilkas stora vinster krävt relativt lite investeringar och som nu sitter på en enorm kassa.

En bidragande faktor till det höga sparandet är de ökande inkomstskillnaderna. Då höginkomsttagare sparar en större del av sina inkomster än mindre lyckligt lottade, tenderar en ökad koncentration av inkomsterna också att höja sparandegraden.

Bernanke lyfte även fram 90-talets finanskriser i Asien och Latinamerika och den spruckna bubblan i teknologiaktier som bidragande faktorer. De negativa erfarenheterna av teknologi-bubblan riktade investerarnas intresse mot mindre riskfyllda ränteplaceringar. Efter kriserna såg vi speciellt i Asien en strävan efter att undvika ett beroende av utländskt kapital. I stället strävade länder som Kina medvetet efter ett sparande-överskott med vilket de kunde bygga upp sin valutareserv. Sparandeöverskottet lånades sedan ut till framför allt USA, som placeringar i både amerikanska statsobligationer och andra skuldebrev – inte minst värdepapperiserade bostadslån som upplevdes som trygga placeringar.

Efter den globala finanskrisen såg vi en rask omvändning framför allt i Kina. Då förtroendet för investeringar i västvärlden raserats och det fanns ett desperat behov att hålla ekonomin i



Figur 5: USA: Nettolånggivning och nettolåntagning

gång då exportmarknaderna sviktade, riktades kreditgivning till hemlandet. Framför allt hushållens sparande är fortsatt högt i Kina, så det totala behovet att ge lån har inte minskat.

Lösningen: minskat sparande!

Av ovanstående diskussion kan man få intrycket att alternativen är att endera driva ekonomin in i en recession eller tolerera att skuldsättningsgraderna skjuter i höjden. Det är dock en förhastad slutsats.

Alternativet att vi kan få ner den totala skuldsättningsgraden genom att strama åt kredittillväxten, till priset av en svagare ekonomisk utveckling, existerar knappast. Tvärtom kan vi räkna med att skuldsättningsgraden stiger då ekonomin krymper, så länge vi inte får ner sparandet. Det var exakt det som skedde under finanskrisen: skuldsättningsgraden tog ett skutt uppåt då BNP krympte medan lånetillväxten bara skiftade från den privata till den offentliga sektorn. Inom euroområdet fick uppgången i skuldsättningsgraden en ytterligare skjuts uppåt då eurokrisen ströp kreditkranarna och förorsakade en ny svacka i ekonomin.

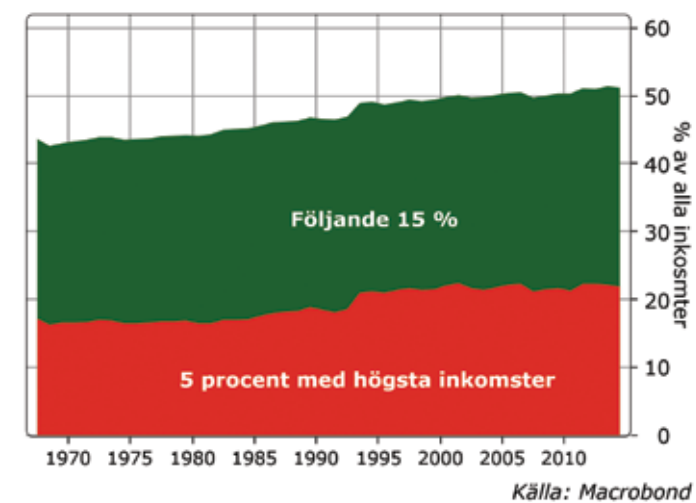
Om vi däremot på ett eller annat sätt kan minska sparandet kan vi bromsa uppgången i skuldsättningsgraden utan att förorsaka en ekonomisk svacka. Det gäller då att få spararna att själva konsumera eller investera en större del av sina inkomster, i stället för att låna ut dem.

Att direkt angripa de underliggande faktorerna bakom den höga sparandegraden är dock enklare sagt än gjort. Den demografiska utvecklingen i västvärlden är svår att snabbt korrigera, såvida man inte är beredd att tillåta en märkbar ökning av invandringen. Omvandlingen till en tjänste- och informationsekonomi är knappast något man heller vill stoppa. Att försöka minska ökningen i inkomstskillnaderna t.ex. med en mer progressiv beskattning har också sidoeffekter, som gör det politiskt kontroversiellt.

Slutligen kunde vi bryta skuldspiralen genom att förmå spararna att placera sina pengar i aktier. Företagen kunde ersätta lånefinansiering med eget kapital, vilket skulle öka stabiliteten i ekonomin. Skatteregler som gynnar låntagning framom eget kapital kunde till exempel ses över, vilket skulle främja en ökad användning av eget kapital. I dagens läge beskattas eget kapital i de flesta fall strängare än lånekapital, då låneräntor är avdragbara vid företagsbeskattningen medan dividender inte är det. Detta kompenseras endast delvis av att dividendbeskattningen i Finland och i andra länder är lindrigare än beskattningen av ränteintäkter.

Lägre realräntor hjälper

Implikationen för centralbankernas politik av ovanstående analys är klar. Låga räntor är önskvärda, inte bara för att undvika en recession, utan också för att hålla ner skuldsättningsgraden. Lägre (real)räntor, bidrar till att göra sparande mindre lockande, och kanaliserar sparandet bort från ränteplaceringar till direkta investeringar eller aktieplaceringar. I den mån lägre räntor stimulerar den ekonomiska aktiviteten och får inflationen att accelerera, sänker detta också skuldsättningen i förhållande till den nominella brutonationalprodukten, emedan den senare då stiger. Sänkta räntor är även en inkomstöverföring från borgenärer vars ränteinkomster minskar till skuldsatta vars börda lättar. Då ränteintäkterna



Figur 6: USA: Höginkomsttagarnas andel av totalinkomsterna

huvudsakligen går till välbärgade bidrar detta till att minska inkomstklyftorna, vilket också förmodligen har en negativ inverkan på sparandet.

Om man är oroad för en överstor skuldsättning är högre räntor kontraproduktiva som bl.a. Nordens förmodligen mest ansedda expert på penningpolitik, f.d. direktionsmedlemmen i Sveriges riksbank professor Lars E.O. Svensson (2013), påpekat. Den lägre inflationen leder till att gamla skulders realvärde sjunker i långsammare takt än vad som förväntats. Skuldkvoterna blir även högre för att den ekonomiska tillväxten blir svagare eller i värsta fall förbyts i en långvarig recession. Den svaga ekonomiska utvecklingen försämrar de offentliga finanserna och leder därmed till en ökad offentlig skuldsättning.

För ett enskilt land kan förvisso högre räntor leda till en sjunkande skuldsättning, genom att högre räntor minskar kreditefterfrågan och minskar låntagningen från utlandet. Globalt sett kan dock inte låntagningen minska om vi inte minskar på sparandet.

Utvecklingen av skuldsättningsgraden D kan något förenklat uttryckas som en funktion av fyra faktorer ⁶⁾:

⁶⁾ Jag frånser här från att skuldsättningen kan ökas av rent finansiella transaktioner, där till exempel värdepappersplaceringar finansieras med låntagning utan att det har någon inverkan på den reella ekonomiska aktiviteten.

Andelen lånefinansierad konsumtion och investeringar i ekonomin, L
 Räntenivån, r
 BNP-tillväxt, g
 Inflation, i
 D vid utgången av år t kan då uttryckas som

$$D_t = D_{t-1} + L_t + (r_t - g_t - i_t) \times D_{t-1}$$

Förändringen i skuldsättningsgraden är därmed

$$\Delta D_t = L_t + (r_t - g_t - i_t) \times D_{t-1}$$

D.v.s. skuldsättningsgraden ökas av nyupplåning samt räntorna på gamla lån, medan den ekonomiska tillväxten och inflationen minskar på skuldsättningsgraden. Lägre räntor minskar således direkt på ökningen av skuldsättningsgraden, samt indirekt genom accelererad tillväxt, högre inflation samt genom att minska sparandet och därmed långtagningen.

Skulden stabiliseras om förändringen är noll d.v.s.

$$\Delta D_t = L_t + (r_t - g_t - i_t) \times D_{t-1} = 0$$

⇔

$$L_t = (g_t + i_t - r_t) \times D_{t-1}$$

Om räntan $r < g + i$, d.v.s. räntan är lägre än den nominella BNP-tillväxten (summan av reel- och nominella BNP-tillväxten och inflationen) minskar skuldsättningsgraden mer än vad räntorna ökar den. Denna effekt blir allt starkare ju högre skuldsättningsgraden är. Således fastän låntagarna fortsätter att spendera mer än sina inkomster kommer ökningen i skuldsättningsgraden att stanna av, bara skulden blir tillräckligt hög. Specifikt konvergerar skulden till

$$D = L / (g + i - r)$$

Om t.ex. BNP-tillväxten är 1 %, inflationen 2 %, nominella räntan 1 % och årligen 5 % av totala utgifterna i ekonomin finansieras genom

ökad skuldsättning (netto efter lånebetalningar på gamla skulder) kommer skuldsättningsgraden att stabiliseras

$$D = 5 \% / (1 \% + 2 \% - 1 \%) = 250 \% \text{ av BNP.}$$

Om räntan $r > g + i$, d.v.s. räntan är högre än den nominella BNP-tillväxten, stabiliseras skulden inte, utan tvärtom ökar skulden i accelererande takt då räntekostnaderna stiger i takt med att skulden sväller.

Hur viktig räntenivån är för utvecklingen av skuldsättningsgraden kan illustreras i figur 7, som endast tar i beaktande realräntans direkta inverkan, och antar att ekonomiska tillväxten och sparandegraden är konstanta.

Antaget D initialt 250 % av BNP, $L = 5\%$, $g = 1\%$

Sammanfattning

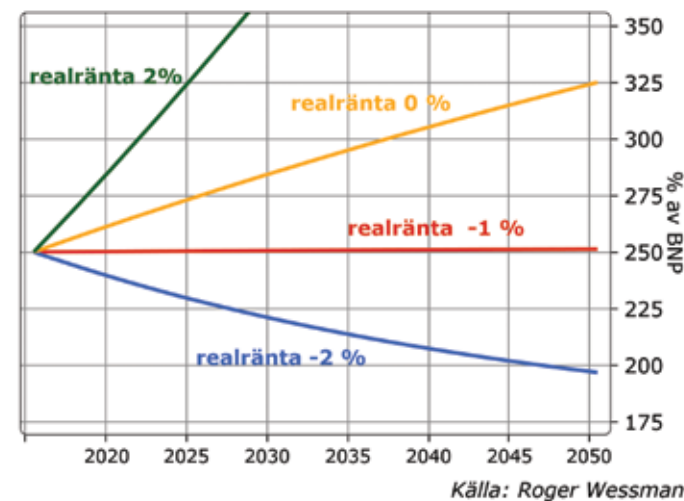
Det globala sparandeöverskottet vänder upp och ner på invanda regler för sund ekonomisk förvaltning. Det huvudsakliga problemet nu är att få tillräckligt många att ta lån och spendera mer än de förtjänar. Dilemmat är att en fortsatt hög låntagning, som Larry Summers poängterar, kan vara ohållbar för att den leder till en överstor skuldsättning och därmed finansiell instabilitet.

Som resonemanget ovan framhåller kan skuldsättningen i princip hållas i schack genom tillräckligt låga (real)räntor. Oberoende av hur stor nylåntagningen är kan vi i princip få skuldsättningen att stabiliseras på en nivå som kan tolereras genom att sätta räntorna tillräckligt lågt.

Problemet är förvisso bl.a. att eftersom det är problematiskt att pressa de nominella räntorna klart under noll, kan det kräva att vi tillåter en högre inflation. Med en målsättning om två procent inflation kan realräntorna inte pressas lägre än till minus två procent.

Det är dock skäl att hålla i minnet att skuldsättningsgraden alltid förr eller senare stabiliseras så länge realräntan är lägre än tillväxten i ekonomin, oberoende av låntagningstakten. Om inflationsmålet tillåter en realränta på minus två procent får vi inte en exponentiell tillväxt i skuldsättningsgraden så länge vi inte har en kontinuerlig nedgång i ekonomin i en snabbare takt än denna.

Detta kan dock innebära att skuldsättningsgraden stabiliseras på en mycket hög nivå. Således kan vi ha ett dilemma där vi inte samtidigt



Figur 7 Hypotetiska skuldscenarier antaget olika räntenivåer

kan både begränsa uppgången i skuldsättningsgraden till en önskad nivå och hålla inflationen i linje med den nuvarande målsättningen. Ju lägre vi vill hålla inflationen desto högre skuldsättning måste vi tolerera.

Detta dilemma kan undvikas om vi med andra åtgärder får bukt på sparandeöverskottet. Strukturella förändringar som minskar sparandet eller ökar ekonomins tillväxtpotential skulle underlätta dilemmat. Så länge det underliggande problemet inte åtgärdas är det bästa alternativet för centralbankerna att fortsatt hålla räntorna låga.

Referenser

- Bernanke, B. (2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, Federal Reserve Board March 2005.
- Groshenny, N (2010), "Monetary policy, inflation and unemployment: In defence of the Federal Reserve", CAMA Working Papers 37.
- Mandeville, Bernard (1714) "From the fable of the bees: Or, private vices, public benefits"
- Rachel, L. and T. Smith (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", Bank of England Staff Working Paper No. 571.
- Summers; Lawrence (2014): "U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound", Business Economics 49, pp. 65–73
- Svensson, Lars E.O (2013) "Leaning Against the Wind" Leads to a Higher (Not Lower) Household Debt-to-GDP Ratio, SIFR – The Institute for Financial Research, Swedish House of Finance, Stockholm School of Economics, and IIES, Stockholm University
- Taylor, JB (2007), "Housing and monetary policy", NBER Working Paper 13682.